

上交所发行上市审核动态

2025 年第 4 期（总第 29 期）

审核概况	2
政策快讯	3
监管扫描	6
自律监管实施概况	6
监管案例通报	6
发行承销监管	7
问题解答	8
申报前咨询沟通有关工作要求	8
上下游或第三方保管存货的核查要求	9
轻资产、高研发投入科创企业再融资注意事项	11
案例分析	13
关于一致行动关系认定的案例分析	13

地址：上海市浦东新区杨高南路388号

Email: shzx@sse.com.cn

编 者 按

为持续加强上交所主板和科创板建设,便于市场参与主体及时了解发行上市审核监管工作动态,进一步提升发行人信息披露质量和中介机构执业质量,更好地做好发行上市申报工作,本所定期发布《上交所发行上市审核动态》,供中介机构工作中参考。

《上交所发行上市审核动态》立足于回应市场关切,解决具体问题,明确政策和监管要求,在内容编制上包括审核总体情况、重要法规政策解读、监管要求和案例等,同时将审核实践中总结的具有共性和代表性的审核关注重点问题以及典型个案进行评析后反馈市场。审核动态内容根据市场需求,不定期调整完善。

如有任何疑问或完善建议,可通过电子邮件等方式与本所联系, Email: shzx@sse.com.cn。

一、IPO 审核概况

2025 年 5-6 月，本所共受理 28 家企业的首发申请；共召开上市委会议 3 次，审议通过 3 家；注册生效 2 家。

二、发行承销概况

2025 年 5-6 月，本所共首发上市 6 家，总募资额 86.14 亿元。

三、再融资审核概况

2025 年 5-6 月，本所共受理 13 家企业的再融资申请，其中 10 家为非公开发行股票，3 家为公开发行可转债；审议通过 23 家，注册生效 20 家。

四、并购重组审核概况

2025 年 5-6 月，本所共受理 12 家企业的并购重组申请；召开重组委会议 1 次，审议通过 1 家；注册生效 2 家。

一、《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》发布

2025年6月18日，证监会发布实施《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》（以下简称《科创板意见》）。《科创板意见》在持续抓好“科创板八条”落地实施的基础上，以设置专门层次为抓手，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，推出一揽子更具包容性、适应性的制度改革，着力打通支持优质科技型企业发展的堵点难点，同时进一步加强投资者合法权益保护。一方面，设置科创板科创成长层，在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面，围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性，推出6项改革举措，主要包括：一是对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。二是面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效。三是扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用。四是支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。五是健全支持科创板上市公司发展的制度机制。六是健全科创板投资和融资相协调的市场功能。

二、《上市公司重大资产重组管理办法》修改发布

2025 年 5 月 16 日，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，自公布之日起施行。修改的主要内容包括：一是建立重组股份对价分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月。二是提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。三是新设重组简易审核程序。明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。四是明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。五是鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期由 24 个月缩短为 12 个月。

三、《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(2025 年 5 月修订)》发布

2025 年 5 月 16 日，本所发布《关于发布〈上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(2025 年 5 月修订)〉的通知》，自发布之日起施行。主要修订内容为，在第五章新增专节对简易审核程序作出特别规定。一是明确两类适用情形。分别为上市公司之间换股吸收合并；市值超过 100 亿元且信息披露质量评价连续两年为 A 的优质公司，发行股份购买资产且不构成重大资产重组。二是设定负面清单。包括上市公司或者其控股股东、实际

控制人最近十二个月内受到证监会行政处罚或者全国性证券交易场所公开谴责，或者存在其他重大失信行为的；中介机构或者其相关人员最近十二个月内受到证监会行政处罚或者全国性证券交易场所公开谴责的；交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形的。**三是**规定相关机制。对于符合简易审核程序条件的，交易所在2个工作日内受理、5个工作日内出具审核意见，不进行审核问询和提交并购重组委审议。**四是**强化各方责任。上市公司及其相关方应当就本次交易符合适用简易审核程序要求作出承诺，独立财务顾问应当发表明确肯定的核查意见。同时，为避免简易审核程序被滥用，交易所对相关重组交易加强事后监管。

一、自律监管实施概况

2025 年 5-6 月，本所对 1 家 IPO 申报项目、2 家再融资申报项目中的发行人信息披露和中介机构执业质量问题，采取监管措施 5 次，涉及发行人 1 家次及相关责任人 2 人次、保荐机构 3 家次及相关责任人 8 人次、签字会计师 3 人次。

二、监管案例通报

案例 1：关联方资金拆借、废料销售内控整改不到位，相关信息披露不准确

根据申报文件，发行人 A 公司已于申报前完成关联方资金拆借相关内控整改。现场督导发现，A 公司在整改完成后，仍存在少量向关联方资金拆借且未入账情况；报告期内 A 公司与关联方发生的部分资金拆借未在申报文件中予以披露。此外，发行人废料销售相关内部控制制度执行不到位，台账数据与系统登记数据不匹配，审核问询回复中引用数据不准确。同时，保荐机构还存在部分质控内核意见跟踪落实不到位等问题。

本所对发行人及相关责任人、保荐机构及保荐代表人、签字会计师予以口头警示。

案例 2：未审慎关注影响审核程序适用的事项，出具的核查意见与实际情况不符

保荐机构在相关上市公司再融资项目申请过程中，出具了项

目适用再融资分类审核机制的核查意见。经查明，该保荐机构最近一年因首发上市业务受到其他证券交易所纪律处分，不得适用再融资分类审核机制，保荐机构未及时向本所报告上述情况，出具的核查意见与实际不符。

本所对保荐机构及保荐代表人予以监管警示。

三、发行承销监管

2025 年 5-6 月，本所针对新股定价风险提示、投资价值研究报告回溯评价情况等相关事项，发送风险提示函 5 份、问询函 22 份。

问题1【申报前咨询沟通有关工作要求】 发行人、中介机构申请与本所进行申报前咨询沟通的，有哪些注意事项？

答：根据《上海证券交易所发行上市审核业务指南第3号——业务咨询沟通（2024年修订）》（以下简称《咨询沟通指南》），发行人、中介机构在提交首次公开发行、再融资、发行股份购买资产等申请文件前，对于重大疑难、无先例事项等涉及本所业务规则理解与适用的问题，可以向本所申请进行申报前咨询沟通。为提高咨询沟通的质效和服务市场主体的效能，提醒注意以下事项：

一是申报前咨询沟通的定位。申报前咨询沟通工作由本所发行上市审核机构具体负责，立足于帮助发行人解决重大疑难问题，提高申报和审核质量。申报前咨询沟通不是项目申报受理的必备程序，沟通结果与项目是否受理、是否审核通过无关。申报前咨询沟通基于沟通材料做出咨询意见和建议，相关意见不影响项目后续的受理和审核工作，发行人和中介机构应当根据自身实际需要提出沟通申请。

二是咨询沟通的问题类型。主要包括：（1）涉及发行条件、上市条件、板块定位和信息披露等要求，按照现有规则难以做出判断的重大问题；（2）发行上市审核中尚未有案例支持的重大无先例事项；（3）因产业政策调整涉及发行上市审核标准适用的相关问题；（4）确需咨询沟通的其他问题。

三是不属于沟通范围的情形。主要包括：（1）无实质咨询

沟通内容，属于礼节性拜访的；（2）属于中介机构应自行核查把关的问题；（3）未按《咨询沟通指南》要求提交咨询沟通材料或材料格式不符合要求的；（4）多次沟通且相关事实情况较前次沟通无明显变化的；（5）不适合申报前咨询沟通的其他情形。

四是中介机构的把关职责。中介机构应当对咨询沟通问题进行深入核查、分析，做到事实清楚、逻辑清晰，形成初步判断意见，严格按照《咨询沟通指南》的参考示范格式要求提交沟通材料。不得将招股说明书等申报材料的内容直接作为沟通材料，不得随意滥用、扩大使用申报前咨询沟通渠道。同一中介机构对于多个项目的类型化问题，应一次性提出沟通申请，由本所集中解答，避免重复沟通。中介机构应当履行质控等内部控制程序，对咨询沟通适用情形、需解决的重大疑难问题、无先例事项及咨询沟通材料质量予以把关。

五是沟通申请的处理方式。本所发行上市审核机构在收到咨询沟通材料后，将及时进行分析研究。对于针对同一事项在短时间内重复沟通、明显不属于沟通事项范围或沟通材料不符合要求的，不予接受沟通申请；对于事实清楚、答复意见清晰明确的咨询问题，通过电话或书面答复；对于疑难复杂或者需要发行人、中介机构采取相关解决措施的咨询问题，与发行人、中介机构确定现场或视频咨询沟通时间。

问题2【上下游或第三方保管存货的核查要求】针对第三方为发行人保管存货，中介机构核查应当重点关注哪些方面？

答：实践中，部分企业通过上下游或第三方保管存货，往往存在管理难度高、权属和责任模糊等问题，容易导致存货、收入、

成本等财务报表项目错报甚至出现较高舞弊风险。对此，中介机构在尽职调查过程中，应当重点关注以下问题：

一是关注发行人通过上下游或第三方保管存货的业务背景，评估其合理性和必要性。中介机构应当充分核查发行人业务背景，如业务规模扩张或短期市场需求爆发带来仓储容量限制、自有仓库无法满足特定商品或原料的储存条件、外协加工或寄售模式便利性安排、企业采用轻资产模式运营等，并结合行业惯例，分析其业务模式的商业合理性及一贯性；结合上下游和第三方历史履约记录、是否存在存货灭失事故、相关主体与发行人是否存在异常资金往来或纠纷等，分析相关安排的合理性。

二是关注存货保管协议的具体约定，分析协议约定合理性，核查协议实际执行情况。中介机构应当查阅企业与上下游或第三方签订的存货保管协议，关注有关存货保管种类、保管数量、储存条件、储存位置、区分标识、入库程序、提货条件、保管收费、存货损毁或灭失的损失承担机制、存货盘点对账方式和频次等条款，分析有关条款是否符合商业逻辑，核查协议的实际执行情况。

三是关注存货管理内控的规范性及有效性。中介机构应当核查企业是否建立健全与第三方保管存货相关的内控制度，包括外部存货盘点、关键节点控制、差异处理机制等，相关制度是否覆盖存货的运输、出入库、储存、领用等环节，资金流、信息流和实物流节点是否得到有效控制。同时，中介机构应当关注相关制度是否有效执行，对相关内控流程进行穿行测试；定期核查企业与上下游和第三方对账记录，抽查入库单、签收单、物流单据的连贯性；核查上下游或第三方保管存货是否纳入企业统一的存货管理系统和账务记录，存货采购、运输、出入库、盘点、领用等记录是否统一连续、频次及周期是否存在较大异常。

四是关注存货存在性与减值风险。针对存货存在性，中介机构可以检查存货相关保险、质检单据的投保人、受益人、客户信息是否为发行人；根据存货进销存台账，确认存货相关前后流程单据与发行人的关系，执行函证程序获取上下游和第三方关于存货权属和抵质押情况的声明，访谈存货现场管理人员，验证存货的所有权归属；通过监盘抽盘程序核查存货物理形态是否正常、存放是否混同、存货来源和包装信息是否与供应商采购合同相匹配等。针对存货减值风险，中介机构应当核查存货是否积压、残次、过时，并结合存货库龄及退换货记录、市场价格、期后销售等测试减值计提的充分性。如果盘点、访谈、函证等核查手段受限，应当采取恰当的替代程序，并充分考虑对核查意见的影响。

问题3【轻资产、高研发投入科创企业再融资注意事项】具有轻资产、高研发投入特点的科创板上市公司申请再融资，有何注意事项？

答：根据《〈上市公司证券发行注册管理办法〉第九条、第十条、第十一条、第十三条、第四十条、第五十七条、第六十条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第18号》第五条、《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第6号——轻资产、高研发投入认定标准（试行）》（以下简称《6号指引》）等规定，具有“轻资产、高研发投入”特点的科创板上市公司申请再融资，应特别注意以下事项：

一是关于信息披露要求。发行人应当在募集说明书中披露同时符合“轻资产、高研发投入”特点、补充流动资金和偿还债务比例超过30%的合理性、本次募投项目研发成果预计转化情况、研发的不确定性风险以及研发内容与主营业务的相关性等内容。

二是关于募集资金用途。对于本次募集资金用于补充流动资金和偿还债务比例超过 30% 的部分，发行人应当说明超过部分用于与主营业务相关的研发投入的投向情况。

保荐机构及申报会计师应当根据《6 号指引》等规定对上述事项进行核查，并发表明确意见。

关于一致行动关系认定的案例分析

【案例背景】

案例一：发行人 B 股东 B1、B2 为投资型合伙企业，其执行事务合伙人均受同一自然人控制，二者持有发行人 B 的股份比例分别为 4.8% 和 0.3%。首次申报时，发行人 B 及中介机构未将二者认定为一致行动人，主要理由包括：（1）合伙企业设置了投资决策委员会，执行事务合伙人委派委员人数不占优势，无法单独对投资决策委员会的最终意见产生重大影响；（2）合伙协议约定合伙企业的所有投资决议由全体合伙人共同决策，执行事务合伙人无法单独决定；（3）各合伙企业分别代表不同的利益主体，投资方向存在差异，且已出具不存在一致行动关系的确认文件。

案例二：发行人 C 股东 C1、C2 为同一创投机构管理的两只基金，双方持有发行人的股份比例相同，合计超过 5%，且入股及增资的时间、数量、价格均高度一致，同时 C2 的最终持有人及实际决策人之一在 C1 的控制权条线担任核心职务。申报时，发行人 C 及中介机构否认双方存在一致行动关系，主要理由为：（1）经穿透核查，双方的最终实际决策人员不存在重合；（2）双方的投资决策团队分别代表不同的出资方及股东利益进行日常经营及投资决策，并已出具不存在一致行动关系的说明。

【相关规则】

《中华人民共和国合伙企业法（2006 修订）》（以下简称《合伙企业法》）第二条、第六十七条、第六十八条

【案例解析】

关于一致行动关系认定问题，除关注控制权条线相关股东外，也需关注可能影响发行人股权结构清晰性的其他小股东之间是否存在一致行动关系。若相关小股东合并计算的持股比例超过5%，还可能涉及关联方认定、股份减持及相关承诺事项的合规性问题。实践中，一致行动关系的认定要遵循实质重于形式的原则，综合考虑股权结构、协议安排、关联关系、人员任职等多种因素对事实进行深入分析，而非仅考虑表面形式或单一证据。对于存在明显的一致行动迹象但未被认定为一致行动人，且相关安排可能存在规避监管等情形的，应当予以重点关注。

关于发行人B，B1、B2的执行事务合伙人受同一自然人控制，一致行动迹象较为明显，发行人以合伙企业内部设置了投资决策委员会、执行事务合伙人无法控制B1、B2为由，认定双方不构成一致行动关系。区别于公司制企业，合伙企业的人合性更强，可以较为自主、灵活地通过合伙协议对各方权利义务、内部事务的执行和表决方式、利润分配等事项进行约定，其控制权界定相对较为复杂，需要结合各合伙人身份、重大事项决策机制、风险收益等合伙协议具体安排进行实质判断。《合伙企业法》明确，有限合伙企业由执行事务合伙人执行合伙事务，并对企业承担连带责任，因此，一般认为执行事务合伙人的控制意图和控制力较强，这也是绝大多数案例将其认定为有限合伙企业实际控制人的基础。围绕本案，从双方持股情况看，未认定B1、B2构成一致行动关系可能存在监管套利，同时结合合伙企业协议约定及实际情况，有限合伙人通过投资决策委员会参与合伙企业决策并不实质影响执行事务合伙人的控制地位，有关认定与客观实际不符。一是未认定一致行动关系可能存在规避监管的情形。B1、

B2 合计持股比例超过 5%，若认定为一致行动人合并计算持股，则会影响发行人大股东及关联方的认定，且需要遵守上市公司股份减持的相关要求，存在通过不认定一致行动关系规避监管的动机。二是合伙协议未能清晰划分执行事务合伙人和投资决策委员会的职责范围，执行事务合伙人对投资事务仍具有较大决策影响力。B1 在设置投资决策委员会负责对外投资的同时，又在合伙协议中约定执行事务合伙人负责合伙企业的投资业务并对外代表企业；B2 在合伙协议中既约定所有投资决策由全体合伙人共同决策，又约定执行事务合伙人负责投资管理事务及日常运营。三是从实际执行情况看，执行事务合伙人对投后管理等合伙事务仍具有主导地位。B1 负责对发行人投后管理的人员仍由执行事务合伙人委派；B2 的投后管理事务由全体合伙人共同参与，但有限合伙人主要出于把控投资风险目的参与投后管理事项，并不具有控制意图。基于以上情况，在审期间双方补充签订一致行动协议并认定为一致行动人，合并披露为持股 5%以上大股东及发行人关联方，并按照规定补充出具了股份减持及投资者保护的相关承诺。目前，该项目已注册生效。

关于发行人 C，C1、C2 为同一创投机构管理的两只基金，结合二者在发行人层面的持股情况、投资轨迹及人员安排等，综合认为发行人及中介机构未将二者认定为一致行动人可能与实际情况不符，需要结合有关规定进行实质判断。一是在发行人层面的投资行为方面，C1、C2 入股及增资发行人的时间、数量、价格等高度一致，具有一致行动的行为迹象。二是在人员任职安排方面，C2 的最终持有人及实际决策人之一，同时在 C1 的控制权条线担任核心职务，双方在控制权条线的关系较为紧密。三是在组织架构方面，C1、C2 的最终实际决策方均为该创投机构现

任或曾任合伙人，该创投机构对二者具有一定的控制力。**四是在**监管要求方面，与案例一类似，C1、C2 的合计持股比例超过 5%，未认定双方构成一致行动关系可能存在规避监管的情况。综合以上情况，在审期间双方补充签订一致行动协议并认定为一致行动人，合并披露为持股 5%以上大股东及发行人关联方，并按照规定补充出具了股份减持及投资者保护的相关承诺。目前，该项目已注册生效。